

## 徐工机械（000425）

### 2023 年三季度点评：单季利润受汇兑影响，报表持续改善

买入（维持）

2023 年 11 月 01 日

证券分析师 周尔双

执业证书：S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 罗悦

执业证书：S0600522090004

luoyue@dwzq.com.cn

研究助理 韦译捷

执业证书：S0600122080061

weiyj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	93,817	89,386	98,135	114,666
同比	-20%	-5%	10%	17%
归属母公司净利润（百万元）	4,307	5,808	7,500	9,966
同比	-48%	35%	29%	33%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.36	0.49	0.63	0.84
P/E（现价&最新股本摊薄）	15.72	11.66	9.03	6.79

关键词：#产品结构变动带来利润率上升

事件：公司披露 2023 年三季度报。

投资要点

#### ■ Q3 归母净利润同比+24%，单季利润受汇兑影响

公司 2023 年前三季度实现营业总收入 717 亿元，同比下降 4.6%，归母净利润 48 亿元，同比增长 3.5%。单 Q3 实现营收 204 亿元，同比下降 4.1%，归母净利润 12.5 亿元，同比增长 23.8%。公司收入增速相对工程机械板块具备阿尔法，主要系受益海外市场高速拓展，以及高机、矿业机械等战略新兴板块快速增长。利润增速快于营收，主要受益产品结构、管理优化带来的利润率上行。受汇率变动影响，公司今年单三季度预计 3.5 亿元左右汇兑损失，但去年同期为汇兑收益，若扣除汇兑损益影响，预计单三季度公司利润增速 50%以上，保持较好成长性。

#### ■ 混改卓有成效，盈利能力提升、报表改善

2023 年前三季度公司销售毛利率为 22.9%，同比提升 2.7pct，销售净利率为 6.7%，同比提升 0.4pct，受益于新兴板块放量优化业务结构、混改提质增效，毛利率稳中有升。费用率端，2023 年前三季度公司期间费用率为 14.07%，同比提升 2.45pct，其中公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.0%/2.6%/4.1%/0.4%，同比分别提升 0.1/0.6/0.3/1.6pct，受去年同期汇兑收益、利息收入较高影响，财务费用率同比提升幅度较大。公司经营质量持续改善，截至 2023 年 Q3 末，公司应收账款/存货分别为 440/330 亿元，环比压降 4/17 亿元，前三季度经营性净现金流 16 亿元，同比增长 6%。

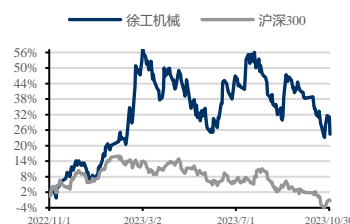
#### ■ 海外市场拓展顺利，国际化长期前景可观

2023 年上半年公司海外收入 209.0 亿元，同比增长 33.5%，占总营收比重提升至 41%。分地区看，西亚北非、中美洲增长超 200%，欧洲增长超 150%，中亚、北美增长近 100%。分产品看，高空作业平台、铣刨机械、消防车增长超 300%，全地面、随车吊、港口吊、滑移装载机增长超 100%，履带吊、矿挖、压路机、摊铺机、混凝土搅拌车增长超 50%，挖掘机、越野吊增长超 20%。据 KHL 发布 Yellow Table，2022 年 TOP50 工程机械制造商总销售额为 2306 亿美元，徐工集团全球份额仅 7%，远低于国内份额，海外市场成长空间广阔。

■ **盈利预测与投资评级：**我们调整公司 2023-2025 年归母净利润为 58（原值 68）/75（原值 86）/100（原值 119）亿元，当前市值对应 PE 为 12/9/7 倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**行业周期波动、全球化拓展不及预期、汇率波动风险。

#### 股价走势



#### 市场数据

收盘价(元)	5.73
一年最低/最高价	4.68/7.50
市净率(倍)	1.22
流通 A 股市值(百万元)	46,579.13
总市值(百万元)	67,706.63

#### 基础数据

每股净资产(元,LF)	4.71
资产负债率(%，LF)	65.24
总股本(百万股)	11,816.17
流通 A 股(百万股)	8,128.99

#### 相关研究

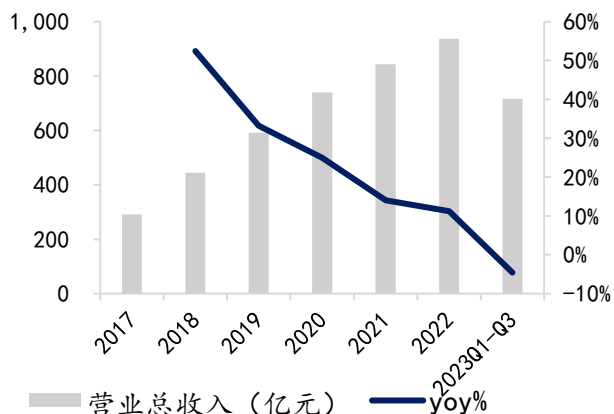
《徐工机械(000425)：2023 年中报点评：混改卓有成效，利润率提升、报表改善》

2023-09-01

《徐工机械(000425)：2022 年报&2023 年一季报点评：业绩持续优于行业，看好利润及估值双升》

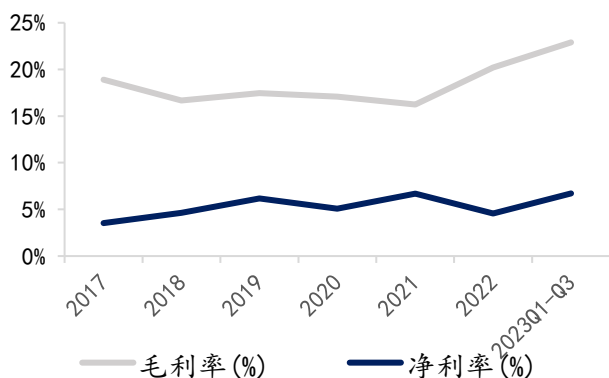
2023-04-30

图1: 2023 年前三季度公司实现营业总收入 716.7 亿元, 同比下降 4.6%



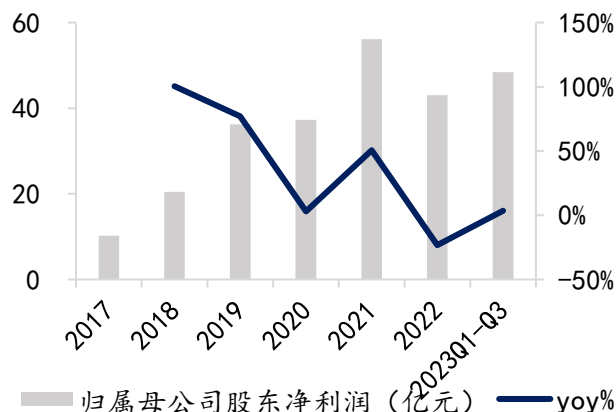
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2023 年前三季度公司销售毛利率为 22.90%, 同比提升 2.68pct, 销售净利率为 6.71%, 同比提升 0.39pct



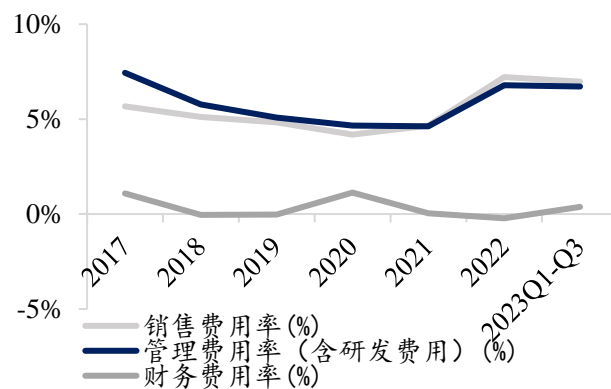
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2023 年前三季度公司归母净利润 48.4 亿元, 同比增长 3.5%



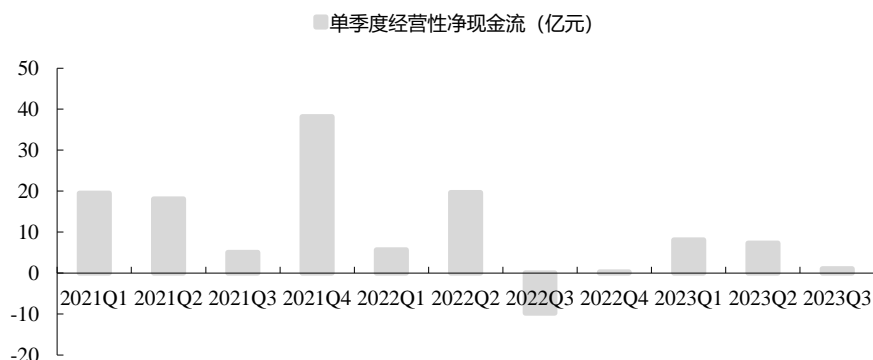
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2023 年前三季度公司期间费用率为 14.07%, 同比提升 2.45pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2021Q1-2023Q3 公司经营活动净现金流情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

徐工机械三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>129,118</b>	<b>131,062</b>	<b>156,677</b>	<b>176,887</b>	<b>营业总收入</b>	<b>93,817</b>	<b>89,386</b>	<b>98,135</b>	<b>114,666</b>
货币资金及交易性金融资产	34,480	57,321	61,183	76,725	营业成本(含金融类)	74,855	68,871	74,818	87,021
经营性应收款项	50,104	43,157	54,265	60,119	税金及附加	406	358	393	459
存货	35,099	22,002	31,509	30,908	销售费用	6,765	6,257	6,673	7,453
合同资产	6	0	0	0	管理费用	2,285	2,682	2,650	2,523
其他流动资产	9,428	8,583	9,720	9,134	研发费用	4,082	4,022	4,416	5,160
<b>非流动资产</b>	<b>45,968</b>	<b>41,732</b>	<b>37,033</b>	<b>31,864</b>	财务费用	(211)	447	491	573
长期股权投资	2,373	2,373	2,373	2,373	加:其他收益	462	447	491	573
固定资产及使用权资产	19,224	16,145	12,141	7,389	投资净收益	194	179	196	229
在建工程	2,894	1,736	1,042	625	公允价值变动	(70)	0	0	0
无形资产	6,443	6,443	6,443	6,443	减值损失	(1,131)	(698)	(559)	(556)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(6)	0	0	0
长期待摊费用	29	29	29	29	<b>营业利润</b>	<b>5,083</b>	<b>6,676</b>	<b>8,824</b>	<b>11,724</b>
其他非流动资产	15,004	15,004	15,004	15,004	营业外净收支	(70)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>175,086</b>	<b>172,794</b>	<b>193,710</b>	<b>208,751</b>	<b>利润总额</b>	<b>5,013</b>	<b>6,676</b>	<b>8,824</b>	<b>11,724</b>
<b>流动负债</b>	<b>96,549</b>	<b>89,301</b>	<b>102,717</b>	<b>107,792</b>	减:所得税	718	868	1,324	1,759
短期借款及一年内到期的非流动负债	27,776	27,776	27,776	27,776	<b>净利润</b>	<b>4,295</b>	<b>5,808</b>	<b>7,500</b>	<b>9,966</b>
经营性应付款项	50,383	45,272	58,643	62,220	减:少数股东损益	(12)	0	0	0
合同负债	4,967	3,444	3,741	4,351	<b>归属母公司净利润</b>	<b>4,307</b>	<b>5,808</b>	<b>7,500</b>	<b>9,966</b>
其他流动负债	13,422	12,809	12,557	13,445	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.36	0.49	0.63	0.84
非流动负债	23,882	23,882	23,882	23,882	EBIT	6,689	8,049	10,002	12,982
长期借款	15,507	15,507	15,507	15,507	EBITDA	10,259	13,285	15,500	18,652
应付债券	2,715	2,715	2,715	2,715	毛利率(%)	20.21	22.95	23.76	24.11
租赁负债	196	196	196	196	归母净利率(%)	4.59	6.50	7.64	8.69
其他非流动负债	5,464	5,464	5,464	5,464	收入增长率(%)	(19.67)	(4.72)	9.79	16.85
<b>负债合计</b>	<b>120,431</b>	<b>113,183</b>	<b>126,599</b>	<b>131,674</b>	归母净利润增长率(%)	(47.53)	34.86	29.12	32.87
归属母公司股东权益	53,254	58,210	65,710	75,676					
少数股东权益	1,401	1,401	1,401	1,401					
<b>所有者权益合计</b>	<b>54,655</b>	<b>59,611</b>	<b>67,111</b>	<b>77,077</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>175,086</b>	<b>172,794</b>	<b>193,710</b>	<b>208,751</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,583	25,922	5,874	17,221	每股净资产(元)	4.51	4.93	5.56	6.40
投资活动现金流	(5,655)	(821)	(604)	(271)	最新发行在外股份(百万股)	11,816	11,816	11,816	11,816
筹资活动现金流	3,089	(2,260)	(1,408)	(1,408)	ROIC(%)	6.09	6.78	7.76	9.33
现金净增加额	(713)	22,841	3,862	15,542	ROE-摊薄(%)	8.09	9.98	11.41	13.17
折旧和摊销	3,570	5,236	5,498	5,670	资产负债率(%)	68.78	65.50	65.35	63.08
资本开支	(7,885)	(1,000)	(800)	(500)	P/E (现价&最新股本摊薄)	15.72	11.66	9.03	6.79
营运资本变动	(7,908)	12,950	(8,895)	(149)	P/B (现价)	1.27	1.16	1.03	0.89

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>